

BANCO DE **ESPAÑA**  
Eurosistema

BOLETÍN ECONÓMICO 2/2019  
**ARTÍCULOS ANALÍTICOS**

---

11 de junio de 2019

# Evolución de los flujos y los balances financieros de los hogares y las empresas no financieras en 2018

Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado

## Resumen

Las *Cuentas Financieras de la Economía Española* (CFEE) revelan que en 2018 los hogares recibieron financiación bancaria neta positiva por primera vez desde 2011, principalmente debido al aumento de los créditos destinados a consumo y otros fines, mientras que su tasa de ahorro continuó cayendo, hasta marcar un nuevo mínimo histórico. Estos desarrollos fueron, no obstante, compatibles con una nueva reducción de la deuda bancaria de las familias [hasta el 59 % del PIB, 26 puntos porcentuales (pp) por debajo del valor máximo de 2010]. Por otra parte, la riqueza financiera bruta de los hogares experimentó un ligero descenso por primera vez desde 2012, principalmente como resultado de la depreciación de los instrumentos financieros de su cartera que se derivó de las tensiones en los mercados financieros globales de los últimos meses de 2018. Por lo que respecta a las empresas, a pesar de que el flujo del total de la financiación ajena captada en términos consolidados fue positivo durante 2018, su ratio de endeudamiento cayó hasta el 75 % del PIB a finales del ejercicio (43 pp por debajo del nivel máximo de 2010). El valor de mercado de las acciones y participaciones de las empresas descendió un 4,1 % en 2018. Esta caída, la primera que se observa desde 2008, fue consecuencia de una moderada captación de fondos y, especialmente, de la depreciación de estos pasivos, derivada, en gran medida, del descenso de los índices bursátiles que tuvo lugar a finales de 2018 (este descenso, no obstante, se ha revertido en los primeros meses de 2019).

**Palabras clave:** financiación, crédito, inversión en activos financieros, endeudamiento de hogares, empresas no financieras y tasa de ahorro.

**Códigos JEL:** D22, G21, L25, M21, R2.

## EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS Y LOS BALANCES FINANCIEROS DE LOS HOGARES Y LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS EN 2018

Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Juan Carlos Casado, de la Dirección General de Economía y Estadística.

### Introducción

Este artículo analiza la evolución del balance y las transacciones financieras de los hogares y de las sociedades no financieras (en adelante, SNF o empresas) durante 2018, a partir de la información obtenida de las Cuentas Financieras de la Economía Española (CFEE<sup>1</sup>). Esta evolución estuvo condicionada por un crecimiento robusto de la economía española, si bien inferior al registrado en 2017, y por un cierto deterioro del contexto exterior, especialmente en el tramo final del año. En el ámbito financiero, las condiciones financieras globales se mantuvieron holgadas desde una perspectiva histórica, si bien sufrieron un proceso de gradual endurecimiento a lo largo de 2018. Este proceso se intensificó en los últimos meses del ejercicio, en un contexto de mayor incertidumbre macrofinanciera y geopolítica internacional, que derivó en un fuerte aumento de la aversión al riesgo de los inversores, con caídas bursátiles generalizadas, repuntes de la volatilidad y aumentos de las primas de riesgo de crédito.

En línea con la dinámica observada en los últimos años, las CFEE de 2018 muestran una reducción de los ratios de endeudamiento de los hogares<sup>2</sup> y las SNF. En el caso de las familias, su deuda bancaria<sup>3</sup> descendió hasta el 96 % de su renta bruta disponible (RBD), 3 puntos porcentuales (pp) menos que en 2017. En términos del PIB, la deuda de este sector se redujo en 2 pp durante 2018, hasta el 59 %, 26 pp por debajo del valor máximo de 2010 y 1 pp por encima de la media de la UEM. En el caso de las empresas, la financiación ajena con coste disminuyó en 3 pp con respecto a 2017 y se situó en el 75 % del PIB, 43 pp por debajo de los niveles máximos registrados a mediados de 2010 y 3 pp inferior a la media de la UEM.

En 2018, por primera vez desde 2012, el patrimonio financiero bruto de las familias se redujo. Esto fue consecuencia de una caída del precio de los instrumentos financieros cotizados en el conjunto del año, que no pudo ser compensada por el aumento de la inversión en activos. Los recursos propios de las empresas también se redujeron en 2018, después de varios años de aumentos. Como en el caso de los hogares, este cambio de tendencia vino determinado, principalmente, por el deterioro del comportamiento de los mercados financieros globales, que impactó en el precio de los activos en los últimos meses del ejercicio.

### La evolución de los flujos y de los balances financieros de las familias

#### EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

En 2018, la tasa de ahorro de los hogares se situó en mínimos históricos, y alcanzó el 4,9 % de la RBD al cierre del ejercicio. Este nivel se encuentra 0,6 pp por debajo del registrado en 2017 y es también 1 pp inferior a la tasa de ahorro de 2007, cuando se marcó el mínimo de la anterior fase expansiva.

Este desarrollo fue, no obstante, compatible con la continuación de la tendencia ascendente en la adquisición neta de activos financieros por parte de los hogares, cuyo nivel se situó en 2018 en el 2,3 % de su RBD, 0,3 pp más que el año anterior (véase

1 Se puede consultar información más detallada sobre las CFEE en este vínculo: [https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones\\_an/Cuentas\\_Financie/](https://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Publicaciones_an/Cuentas_Financie/).

2 El sector hogares (o familias) al que se hace referencia en este artículo incluye las Instituciones Sin Fines de Lucro al Servicio de los Hogares (ISFLSH).

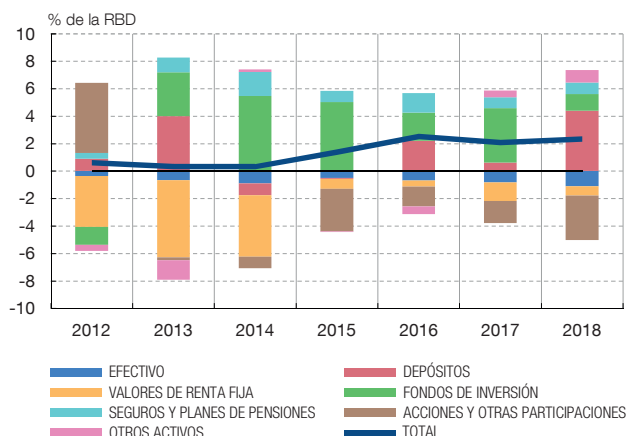
3 El concepto de deuda bancaria que se utiliza en este artículo incluye los préstamos titulizados y los transferidos a la Sareb.

## LOS HOGARES CONTINUARON CON LA TENDENCIA ASCENDENTE EN LA ADQUISICIÓN NETA DE ACTIVOS FINANCIEROS Y EN LA OBTENCIÓN DE FINANCIACIÓN BANCARIA

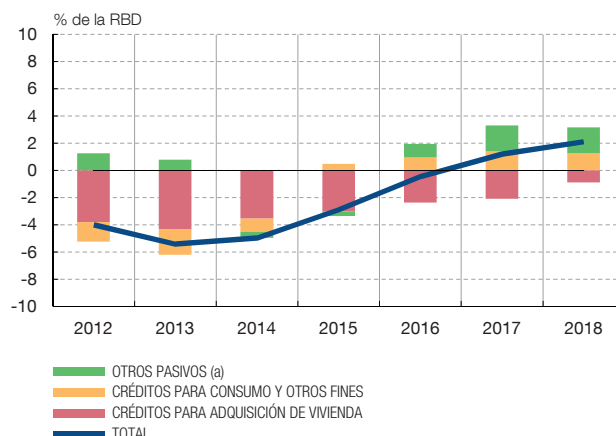
GRÁFICO 1

La mayor parte de las inversiones de los hogares se materializaron en forma de depósitos bancarios, que experimentaron en 2018 un notable incremento en relación con el año anterior. En cambio, las adquisiciones netas de fondos de inversión disminuyeron de forma significativa respecto a 2017. Por el lado del pasivo, por primera vez desde 2011, los hogares recibieron financiación bancaria neta.

### 1 ACTIVOS FINANCIEROS



### 2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

[Descargar](#)

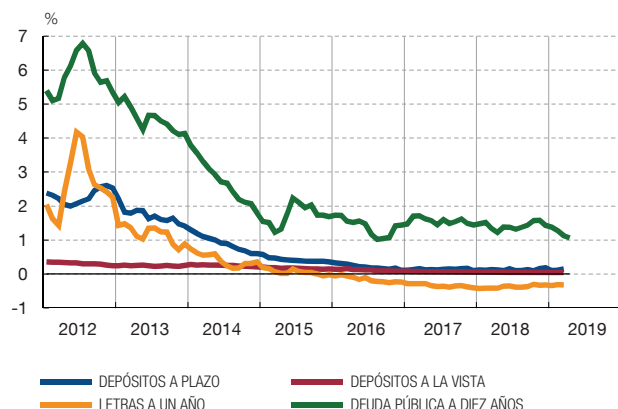
gráfico 1.1). La mayor parte de estas inversiones se materializaron en forma de depósitos bancarios (4,4 % de la RBD), que experimentaron un notable incremento respecto a 2017. En cambio, las adquisiciones netas de fondos de inversión (1,2 % de la RBD) disminuyeron de forma significativa en relación a 2017 y registraron su nivel más reducido desde 2012. Como en años precedentes, los hogares registraron ventas netas de valores mobiliarios, especialmente de acciones y otras participaciones (3,2 % de su RBD), pero también de valores de renta fija (0,7 % de su RBD), y redujeron sus fondos materializados en efectivo (1,1 % de su RBD).

Como ya se ha comentado anteriormente, en un entorno de relativa estabilidad de los tipos de interés (véase gráfico 2.1), la evolución de estos flujos de inversión estuvo condicionada por las caídas de las cotizaciones bursátiles y de la rentabilidad de los fondos de inversión registradas durante 2018 (véase gráfico 2.2). Estas caídas fueron especialmente significativas en el último tramo del año, principalmente como consecuencia de una política monetaria por parte de la Reserva Federal menos acomodaticia de lo esperado por el mercado, de la publicación de indicadores macroeconómicos que decepcionaron las expectativas, y del pesimismo en torno a las negociaciones comerciales entre Estados Unidos y China. A comienzos de 2019, sin embargo, un tono de política monetaria más acomodaticio por parte de los principales bancos centrales globales, y algunas sorpresas positivas en los indicadores de actividad y en los beneficios empresariales, permitieron revertir el deterioro de los mercados financieros de finales de 2018, si bien los precios de los instrumentos financieros continúan sometidos a una importante volatilidad, fruto de la persistencia de diversas fuentes de incertidumbre macrofinanciera y geopolítica.

En cuanto a la evolución de los pasivos, por primera vez desde 2011, los hogares recibieron financiación bancaria neta, equivalente a un 0,2 % de su RBD (véase

Especialmente en los últimos meses del ejercicio, la mayor incertidumbre macrofinanciera y geopolítica internacional, y una política monetaria por parte de la Reserva Federal menos acomodaticia de lo esperado por el mercado, provocaron un fuerte aumento de la aversión al riesgo de los inversores que penalizó a las valoraciones bursátiles y a la rentabilidad de los fondos de inversión.

1 TIPOS DE INTERÉS



2 RENTABILIDAD DEL IBEX-35 Y DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN (a)



FUENTES: INVERCO y Banco de España.

a Rentabilidad acumulada durante los últimos doce meses.

[Descargar](#)

gráfico 1.2)<sup>4</sup>. En particular, el flujo neto positivo del crédito para consumo y otros fines (1,2 % de la RBD, en línea con los registros de 2017) fue superior al descenso del saldo de los créditos para la adquisición de vivienda<sup>5</sup> (0,9 % de la RBD, muy por debajo de la contracción experimentada en 2017).

#### EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

La riqueza financiera bruta de las familias cayó un 1,6 % en 2018, hasta el 293 % de su RBD, revirtiendo la tendencia ascendente iniciada a partir de 2012. Esta caída vino determinada por el descenso, ya comentado, del precio de los activos financieros registrado durante el ejercicio (véase gráfico 3.1), que afectó principalmente al patrimonio materializado en forma de acciones y otras participaciones (que suponía el 74 % de la RBD de los hogares a finales de año), y al patrimonio en forma de fondos de inversión (que cayó por primera vez en los últimos siete años hasta el 42 % de la RBD) (véase gráfico 3.2). En contraposición a estos descensos, el peso de los depósitos bancarios en el patrimonio de los hogares aumentó en 1 pp, por lo que estos activos, que suponen el 113 % de la RBD, siguen representando el principal componente de la riqueza financiera bruta de los hogares. Este avance se concentró, un ejercicio más, en los depósitos a la vista (88 % de la RBD, frente al 81,5 % del año anterior), mientras que se redujo el peso de las cuentas a plazo (hasta el 25,1 % de la RBD). Por último, el efectivo continuó la tendencia descendente de años anteriores, y alcanzó en 2018 niveles cercanos al 7 % de la RBD.

En 2018, los pasivos financieros de las familias cayeron tanto con respecto a su RBD como con respecto al PIB, principalmente por el crecimiento de ambas variables de

4 El flujo de pasivos totales fue positivo debido a un importe elevado de otros pasivos, en parte asociados a otras cuentas pendientes de pago frente a las Administraciones Públicas (impuestos y cotizaciones pendientes) y a las instituciones financieras.

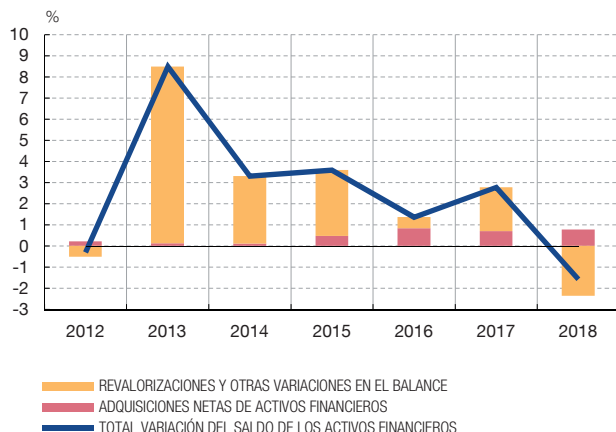
5 Esta evolución resulta compatible con un proceso de desaceleración de la tasa de crecimiento del crédito al consumo, que ha venido produciéndose desde mediados de 2017. La información sobre este desglose no se obtiene de las CFEE, sino a partir de las estadísticas monetarias y financieras del Banco de España.



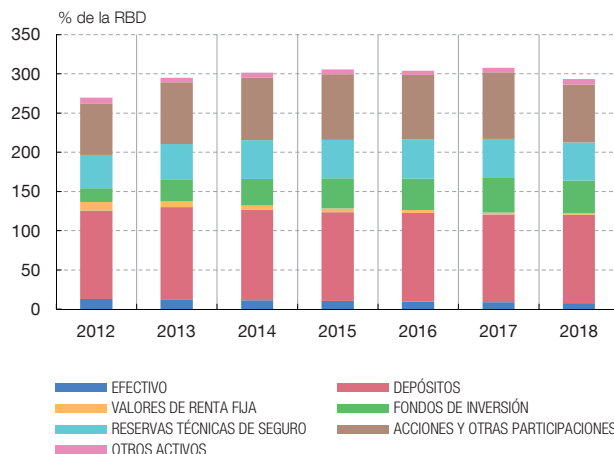
El patrimonio financiero bruto de los hogares experimentó un ligero descenso en 2018, principalmente como resultado de la depreciación de los instrumentos financieros de su cartera. Aunque los pasivos financieros de las familias también se redujeron como porcentaje de su RBD y del PIB, esta contracción fue menor que la de la riqueza financiera bruta, lo que provocó la primera caída de la riqueza financiera neta de los hogares en los últimos ocho años.

## 1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA

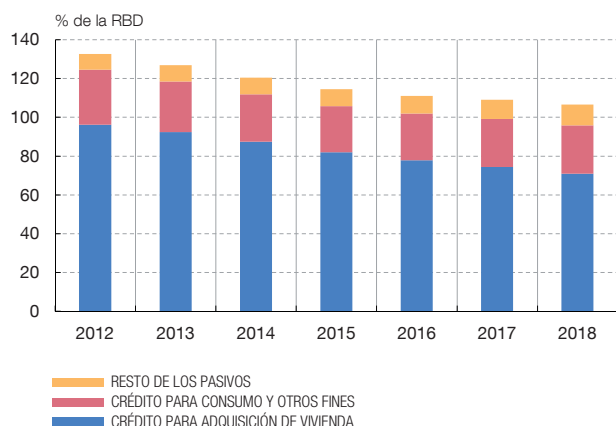
Contribuciones al crecimiento interanual



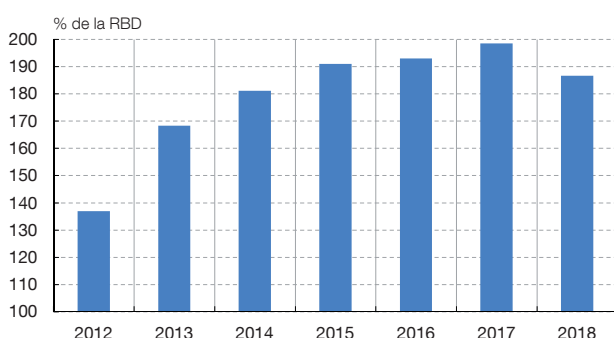
## 2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



## 3 COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS



## 4 RIQUEZA FINANCIERA NETA (a)



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Diferencia entre activos financieros y pasivos.

[Descargar](#)

referencia. Así, los pasivos financieros de los hogares en porcentaje de su RBD cayeron en 2 pp durante 2018, hasta el 107 %. Esta evolución fue resultado de dos dinámicas dispares. Por una parte, la deuda de los hogares con entidades de crédito cerró el año en el 96 % de su RBD, 3 pp menos que en 2017 y 37 pp por debajo del máximo de 2008 (véase gráfico 3.3). Como en los dos ejercicios anteriores, cayeron los préstamos para adquisición de vivienda (algo más de 3 pp, hasta el 71 % de la RBD), mientras que los destinados al consumo y otros fines aumentaron ligeramente (0,2 pp, hasta el 25 % de la RBD)<sup>6</sup>. Por otra parte, el resto de los pasivos financieros de los hogares aumentaron en 0,9 pp durante el ejercicio, hasta el 10,7 % de la RBD.

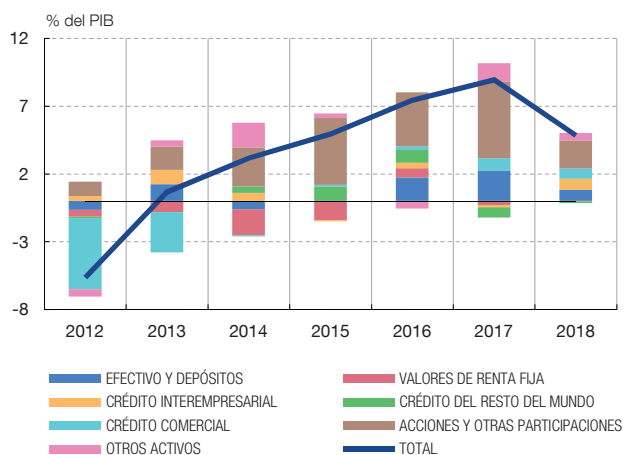
6 Para un mayor detalle sobre la evolución reciente de la cartera de crédito al consumo y su distribución según el nivel de renta de los hogares, véase el *Informe de Estabilidad Financiera* de primavera de 2019.

## LOS FLUJOS DE ACTIVOS Y PASIVOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS SE DESACELERARON EN 2018, ROMPIENDO LA TENDENCIA ASCENDENTE DE LOS ÚLTIMOS AÑOS

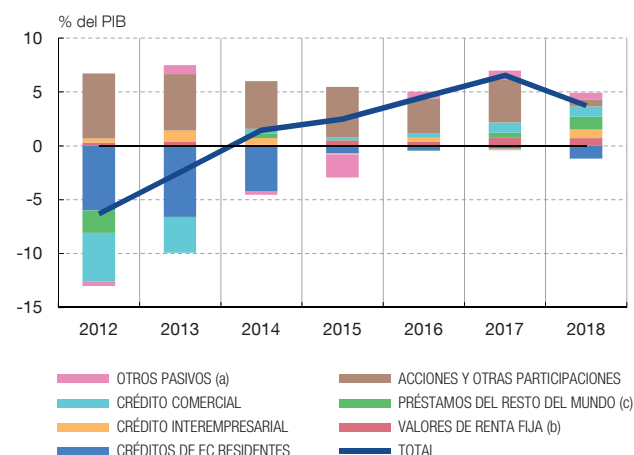
GRÁFICO 4

El grueso de la inversión financiera de las SNF se concentró en activos de renta variable y en depósitos a la vista. Por el lado del pasivo, el crédito neto recibido de entidades no residentes fue la principal fuente de financiación de las empresas durante 2018, superando a la financiación obtenida a través de las acciones y otras participaciones.

### 1 ACTIVOS FINANCIEROS



### 2 PASIVOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye ajustes estadísticos.

b Incluye emisiones netas de valores por parte de filiales residentes de SNF.

c Excluye el crédito comercial.

[Descargar](#)

La disminución de los pasivos financieros de los hogares fue menor que la caída de los activos financieros durante el ejercicio, lo que provocó la primera caída de la riqueza financiera neta del sector en los últimos ocho años (véase gráfico 3.4). En particular, esta se situó en el 187 % de la RBD, casi 12 pp por debajo de la registrada en 2017.

### La evolución de los flujos y de los balances financieros de las empresas

#### EVOLUCIÓN DE LOS FLUJOS FINANCIEROS

A diferencia de lo sucedido en 2017, en 2018, la tasa de ahorro bruto de las empresas descendió ligeramente (en 0,3 pp), hasta el 17,7 % del PIB. A pesar de ello, la inversión neta en activos financieros por parte de las SNF volvió a ser positiva, por un importe equivalente al 4,8 % del PIB, si bien se rompió la tendencia ascendente que esta variable venía registrando desde 2013 (véase gráfico 4.1).

El grueso de la inversión financiera de las SNF se concentró en activos de renta variable (2,1 % del PIB) y en depósitos a la vista (0,8 % del PIB, incluidos en la rúbrica de efectivo y depósitos). Por otra parte, el flujo del crédito comercial concedido fue positivo (0,8 % del PIB) por cuarto año consecutivo, lo que resulta compatible con un entorno de crecimiento de la actividad económica y empresarial, mientras que el flujo de la financiación interempresarial concedida registró un cambio de signo respecto al año anterior, para pasar a ser positiva (0,8 % del PIB en 2018 frente al -0,2 % en 2017).

Por el lado de los pasivos, los flujos netos de la financiación recibida por las empresas (tanto de recursos exigibles como de no exigibles) presentaron, por quinto año consecutivo, registros positivos (véase gráfico 4.2). No obstante, el importe de estos flujos netos descendió desde el 6,5 % del PIB alcanzado en 2017 hasta el 3,7 % en 2018. Por instrumentos, las acciones y otras participaciones no fueron la principal fuente de recursos del sector en 2018, en contra de lo que había venido ocurriendo durante los siete últimos años. En cambio, la financiación neta obtenida mediante préstamos del resto del mundo

aumentó hasta el 1,2 % del PIB, de manera que estos instrumentos se convirtieron en la principal fuente de financiación de las empresas en 2018. Por otra parte, al igual que en años anteriores, en un contexto de tipos de interés reducidos y de compras de bonos corporativos por parte del Eurosistema, las SNF llevaron a cabo emisiones netas de valores de renta fija (incluyendo las realizadas por filiales financieras residentes de las SNF<sup>7</sup>) por una cuantía equivalente al 0,7 % del PIB. Por último, el flujo del crédito bancario recibido por las SNF de entidades residentes volvió a ser negativo en términos netos, -1,2 % del PIB, una contracción mayor que la registrada en 2017.

Teniendo en cuenta los flujos de activos y pasivos, el flujo del total de la financiación ajena (crédito bancario residente, valores de renta fija y préstamos del resto del mundo) captada por las SNF en términos consolidados en 2018 fue positivo, como en el ejercicio precedente, y alcanzó el 0,8 % del PIB.

#### EVOLUCIÓN DEL SALDO DE ACTIVOS FINANCIEROS Y PASIVOS

La riqueza financiera bruta del sector empresarial se mantuvo prácticamente inalterada en 2018, lo que contrasta con los avances registrados durante los años anteriores). Esta evolución fue el resultado de un aumento de los activos financieros de las empresas, que fue casi totalmente compensado por la caída de su precio, asociada en gran medida, como en el caso de los hogares, a la corrección a la baja de las cotizaciones de los valores de renta fija y variable en el último trimestre del año (véase gráfico 5.1).

La composición de la cartera financiera de las SNF registró ciertos cambios con respecto al año anterior (véase gráfico 5.2). En línea con lo sucedido en los hogares, las acciones y otras participaciones perdieron peso en el total de los activos financieros de las empresas, si bien este componente, donde predomina la renta variable no cotizada (74 % del total), continúa siendo el principal activo financiero del sector (52,1 % del total de los activos). Por el contrario, la proporción que representan el efectivo y los depósitos registró un ligero aumento, con los depósitos a plazo perdiendo peso en el total frente a las cuentas a la vista.

El volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF<sup>8</sup> descendió en 3,4 pp del PIB respecto a su nivel de 2017, en parte por el propio crecimiento del producto nominal, hasta situarse en el 130 % (véase gráfico 5.3). Por componentes, el peso de los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes en el total de la financiación ajena continuó reduciéndose por noveno año consecutivo, hasta representar el 35,4 % del total (2,4 pp menos que en 2017), al tiempo que el de los créditos comerciales ascendió 0,5 pp, hasta el 23,3 %. Por su parte, la relevancia de los préstamos exteriores y de los valores distintos de acciones, que son una fuente de obtención de recursos utilizada fundamentalmente por una proporción reducida de empresas de gran tamaño, aumentó hasta el 19 % y el 2,9 % del total, respectivamente. Como resultado de estos desarrollos, la ratio de endeudamiento (créditos bancarios de entidades residentes, préstamos exteriores y valores de renta fija, fundamentalmente<sup>9</sup>) cayó en 3 pp durante 2018, y se situó en el 75 % del PIB, 43 pp menos que a mediados de 2010, fecha en la que se registró su máximo histórico.

Por último, el valor de los recursos propios (esto es, acciones y otras participaciones en el capital) de las SNF disminuyó un 4,1 % durante el ejercicio, lo que supone el primer

7 La información sobre este desglose no se obtiene de las CFEE, sino a partir de las estadísticas de valores del Banco de España.

8 Esta variable se define como el saldo total pasivo menos el saldo de acciones y participaciones.

9 Esta definición es una aproximación al concepto de deuda consolidada (es decir, descontando de la deuda total los pasivos frente al propio sector).



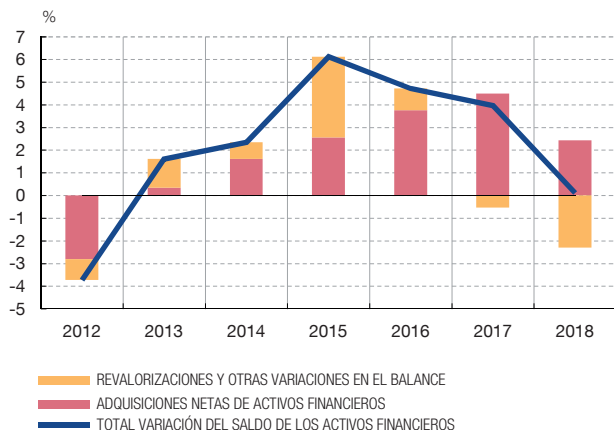
## LA RIQUEZA FINANCIERA BRUTA DEL SECTOR EMPRESARIAL SE MANTUVO PRÁCTICAMENTE INALTERADA EN 2018, MIENTRAS QUE CAYERON SUS RECURSOS PROPIOS

GRÁFICO 5

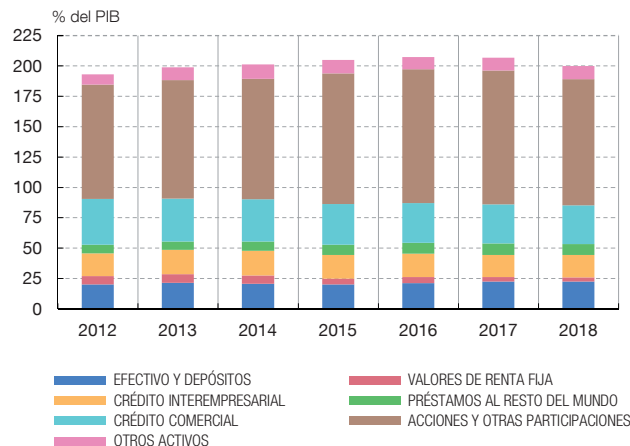
El aumento de los activos financieros de las empresas fue compensado por la caída de su precio, de forma que la riqueza financiera bruta de estas sociedades apenas varió en 2018. El volumen de los pasivos exigibles no consolidados de las SNF descendió hasta el 130 % del PIB, mientras que el peso de los préstamos bancarios concedidos por entidades residentes en el total de la financiación ajena se redujo por noveno año consecutivo.

### 1 RIQUEZA FINANCIERA BRUTA

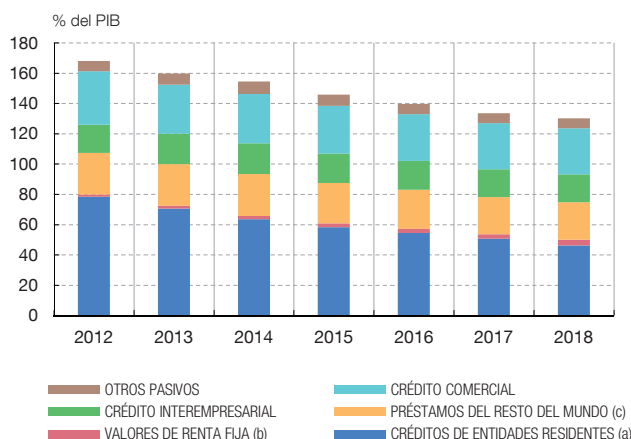
Contribuciones al crecimiento interanual



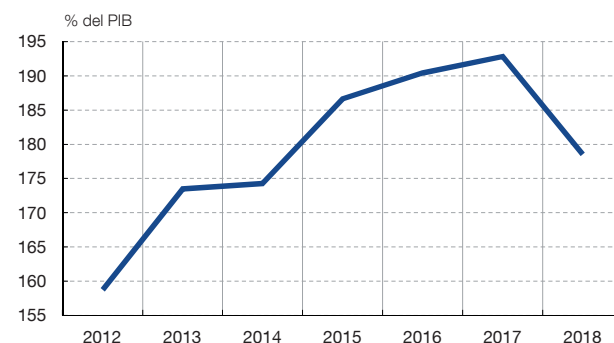
### 2 ESTRUCTURA DE LA CARTERA DE ACTIVOS FINANCIEROS



### 3 PASIVOS EXIGIBLES



### 4 RECURSOS PROPIOS



FUENTES: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

a Incluye créditos titulizados fuera de balance y préstamos transferidos a la Sareb.

b Incluye valores emitidos por parte de filiales residentes de SNF.

c Excluye crédito comercial.

Descargar

descenso desde 2008, por el efecto combinado de una moderada captación de fondos y de un considerable descenso del valor de estos instrumentos. Por componentes, el mayor descenso del saldo se concentró en las acciones cotizadas (-11 %), seguido de otras participaciones (-4,1 %) y, en menor medida, de las acciones no cotizadas (-0,1 %). En términos del PIB, y debido al crecimiento del producto nominal, el descenso de los recursos propios fue más agudo: de 13,5 pp, hasta el 179 % (véase gráfico 5.4).

11.6.2019.